

2024 年年报及 2025 年一季报点评：海外负极 产能率先投产，积极布局固态电池新技术方向

核心观点

公司 2024 年负极共计出货超过 43 万吨，同比+19%，增速略低于行业主要系海外需求放缓，24Q4 预计出货 12.22 万吨，25Q1 出货环比持平。预计公司负极板块 24 年经营性吨利约 2800 元，预计 24Q4/25Q1 经营性单吨盈利分别约为 2900/1700 元，Q1 盈利下滑系①Q1 汇兑损失影响 6000-7000 万元，单吨盈利预计影响 500-600 元；②海外竞争压力较大，部分海外客户价格略有下调；③3 月下旬开始石油焦涨价影响公司业绩。

固态电池领域率先建立了干法与湿法工艺并行的固态电解质产线，年产能突破百吨级，服务于动力、3C 等领域客户，并已实现出货。

事件

公司 2024 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 142.4/9.3/9.1 亿元，同比-43%/-44%/-42%；

其中 24Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 39.7/2.6/2.3 亿元，同比-17%/-10%/-17%，环比+23%/+45%/+62%。

公司 25Q1 实现营收/归母/扣非 33.9/1.8/1.6 亿元，同比-4%/-19%/-36%，环比-15%/-32%/-30%。

简评

负极：

- 量：2024 年共计出货超过 43 万吨，同比+19%，增速略低于行业主要系海外需求放缓，24Q4 预计出货 12.22 万吨，25Q1 出货环比持平；
- 盈利：预计公司负极板块 24 年经营性吨利约 2800 元，预计 24Q4/25Q1 经营性单吨盈利分别约为 2900/1700 元，Q1 盈利下滑系①Q1 汇兑损失影响预计 6000-7000 万元，单吨盈利预计影响 500-600 元；②海外竞争压力较大，部分海外客户价格略有下调；③3 月下旬开始石油焦涨价影响公司业绩
- 展望：公司已投产负极材料产能为 57.5 万吨/年，公司海外产能持续扩张，印尼 8 万吨负极材料一体化项目逐步投产；海外产能落地有望进一步提升公司出货量、全球市占率及盈利水平。

正极：

- 产能：2024 年公司已投产正极材料产能为 6.3 万吨/年，常州贝特瑞 2 万吨高镍正极项目预计于 2024 年陆续建成投产。海外方面推进摩洛哥投资建设年产 5 万吨锂电池正极项目。

贝特瑞 (835185.BJ)

维持

增持

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

SFC 编号:BVU271

屈文敏

quwenmin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050004

发布日期：2025 年 05 月 18 日

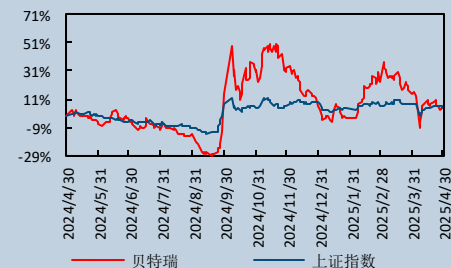
当前股价：15.19 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-15.42/-11.28	-14.28/-5.34	-36.44/-26.16
12 月最高/最低价（元）		28.10/15.19
总股本（万股）		112,733.86
流通 A 股（万股）		110,917.30
总市值（亿元）		227.72
流通市值（亿元）		224.05
近 3 月日均成交量（万）		120.81
主要股东		
中国宝安集团控股有限公司		42.55%

股价表现



相关研究报告

24.11.10	【中信建投电力设备及新能源】贝特瑞(835185):2024 年三季报点评:价格端承压，海外产能建设领先行业
23.09.01	【中信建投电力设备】贝特瑞(835185):负极稳健增长，正极开始放量

2) 销量：24 年正极材料销量同比下滑至约 2 万吨，主要受到终端客户价量齐跌的影响，预计 24Q4/25Q1 出货 0.8/0.3 万吨，环比下降主要系 Q4 海外客户应对政策不确定性季度性累库拉动出货，Q1 出货恢复至 24Q2-Q3 水平

3) 盈利：我们测算 24Q4/25Q1 经营性单吨盈利由盈亏平衡转向单吨亏损，主要受稼动率较低影响

新技术方向：

- 1) 公司在固态电池材料领域，在氧化物固态电解质、聚合物固态电解质及硫化物固态电解质三大技术路径上全面布局，率先建立了干法与湿法工艺并行的固态电解质产线，年产能突破百吨级，服务于动力、3C 等领域客户，并实现出货；同时，公司开发出多款新型固态电解质材料，其中低成本、高离子电导率的磷酸钛铝锂氧化物固态电解质已实现吨级出货。
- 2) 在硅基负极材料领域，公司硅碳负极材料已开发第六代产品，比容量达到 2,000mAh/g 以上，硅氧负极已完成多款氧化亚硅产品技术开发和量产工作，比容量达 1,500mAh/g 以上。
- 3) 在快充负极材料领域，公司创新推出 T 石墨负极产品，兼具 6C 快充能力、超长循环寿命及高低温性能优势，已向客户送样并获得客户高度认可。
- 4) 在氢能与钠离子电池材料领域，公司凭借自主研发能力，推出了燃料电池扩散层、催化层多款关键材料，并已成功实现在氢燃料电池膜电极上的商业化应用；公司在钠离子电池正负极领域均有布局，具备了量产供货条件，目前新推出的 BNS-O3B 钠离子电池正极材料，比容量可达 150mAh/g，压实密度大于 3.4g/cc，材料性能与稳定性显著提升。

投资建议：预计公司 2025、2026、2027 年归母净利润 8.1、10.0、12.1 亿元，对应 PE 为 28、22、18 倍，维持“增持”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,119.44	14,236.82	16,426.22	17,624.22	19,540.12
YoY(%)	-2.18	-43.32	15.38	7.29	10.87
归母净利润(百万元)	1,653.91	930.22	807.07	997.94	1,205.72
YoY(%)	-28.39	-43.76	-13.24	23.65	20.82
毛利率(%)	17.66	23.02	20.79	20.46	20.30
净利率(%)	6.58	6.53	4.91	5.66	6.17
ROE(%)	14.29	7.61	6.19	7.11	7.91
EPS(摊薄/元)	1.47	0.83	0.72	0.89	1.07
P/E(倍)	13.46	23.92	27.57	22.30	18.46
P/B(倍)	1.92	1.82	1.71	1.59	1.46

资料来源：iFinD，中信建投证券（以 4.30 收盘价计算）

风险分析

- 1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到出口限制、需求疲软等影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。
- 2) 原材料价格下跌超预期：原材料价格不稳定性一方面导致下游买涨不买跌情绪，对于终端需求有一定影响，与此同时价格波动对于公司短期业绩有扰动。
- 3) 公司重点项目推进不及预期：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,865.57	13,898.88	16,775.90	17,055.40	20,135.90
现金	4,752.99	3,115.63	2,463.93	8,330.52	7,279.16
应收票据及应收账款合	4,966.80	5,178.89	6,701.79	3,532.51	5,885.49
其他应收款	72.52	84.47	146.20	125.49	194.78
预付账款	38.05	191.86	232.44	124.69	193.55
存货	2,580.98	3,344.07	5,161.02	2,780.14	4,324.17
其他流动资产	1,454.23	1,983.95	2,070.52	2,162.05	2,258.75
非流动资产	15,518.98	19,448.38	18,895.97	19,210.51	18,218.66
长期投资	466.01	303.11	725.37	1,176.52	1,657.61
固定资产	9,523.39	12,213.73	12,245.21	12,270.74	10,612.43
无形资产	1,146.04	1,123.32	1,084.53	1,069.14	1,053.32
其他非流动资产	4,383.53	5,808.21	4,840.86	4,694.11	4,895.30
资产总计	29,384.54	33,347.26	35,671.86	36,265.91	38,354.56
流动负债	11,199.12	11,023.49	13,669.13	14,216.89	16,371.56
短期借款	1,173.45	1,555.51	2,193.75	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	7,321.11	6,836.13	8,521.51	11,016.88	12,851.58
其他流动负债	2,704.57	2,631.84	2,953.86	3,200.01	3,519.98
非流动负债	4,435.36	7,928.49	6,789.13	5,824.29	4,536.60
长期借款	3,363.33	6,111.56	4,589.45	3,383.56	1,776.94
其他非流动负债	1,072.03	1,816.93	2,199.68	2,440.73	2,759.67
负债合计	15,634.49	18,951.98	20,458.26	20,041.18	20,908.16
少数股东权益	2,179.21	2,168.02	2,179.27	2,192.46	2,208.40
股本	1,104.85	1,127.34	1,127.34	1,127.34	1,127.34
资本公积	3,622.68	3,938.32	3,938.32	3,938.32	3,938.32
留存收益	6,843.31	7,161.60	7,968.67	8,966.61	10,172.34
归属母公司股东权益	11,570.85	12,227.26	13,034.33	14,032.27	15,238.00
负债和股东权益	29,384.54	33,347.26	35,671.86	36,265.91	38,354.56

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,259.77	1,253.17	1,750.05	11,961.43	1,798.35
净利润	1,839.65	946.44	818.32	1,011.14	1,221.66
折旧摊销	829.30	1,018.51	2,058.01	2,366.80	2,459.36
财务费用	161.69	130.21	428.38	290.60	132.85
投资损失	83.98	-108.13	-118.94	-130.83	-143.92
营运资金变动	1,909.92	-1,210.70	-1,527.62	8,322.60	-1,982.89
其他经营现金流	435.23	476.85	91.90	101.14	111.29
投资活动现金流	-2,943.79	-4,657.73	-1,381.99	-2,550.85	-1,329.61
资本支出	2,382.79	2,740.94	167.25	411.45	456.19
长期投资	-500.13	-1,221.96	-500.00	-525.00	-551.25
其他投资现金流	-4,826.45	-6,176.71	-1,049.24	-2,437.30	-1,234.55
筹资活动现金流	-1,878.21	1,747.85	-1,019.76	-3,544.00	-1,520.11
短期借款	-2,472.91	382.07	638.24	-2,193.75	0.00
长期借款	-449.27	2,748.23	-1,522.11	-1,205.89	-1,606.62
其他筹资现金流	1,043.97	-1,382.45	-135.89	-144.35	86.52
现金净增加额	411.80	-1,649.72	-651.70	5,866.59	-1,051.36

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,119.44	14,236.82	16,426.22	17,624.22	19,540.12
营业成本	20,682.85	10,960.20	13,011.75	14,018.33	15,574.16
营业税金及附加	115.04	109.63	98.56	105.75	156.32
销售费用	79.85	72.05	82.13	88.12	97.70
管理费用	822.36	849.40	952.72	1,022.20	1,133.33
研发费用	958.37	772.06	887.02	906.41	1,004.95
财务费用	161.69	130.21	428.38	290.60	132.85
资产减值损失	-229.33	-265.87	-279.17	-307.08	-337.79
信用减值损失	65.13	7.48	8.23	9.06	9.96
其他收益	270.38	187.66	206.42	227.07	249.77
公允价值变动收益	-76.91	-230.30	-50.00	-55.00	-60.50
投资净收益	-83.98	108.13	118.94	130.83	143.92
资产处置收益	-3.45	-1.81	-2.00	-2.20	-2.42
营业利润	2,241.12	1,148.54	968.10	1,195.48	1,443.75
营业外收入	10.82	3.29	3.62	3.98	4.38
营业外支出	7.82	8.17	8.99	9.89	10.88
利润总额	2,244.12	1,143.66	962.73	1,189.57	1,437.25
所得税	404.47	197.22	144.41	178.44	215.59
净利润	1,839.65	946.44	818.32	1,011.14	1,221.66
少数股东损益	185.75	16.21	11.25	13.19	15.94
归属母公司净利润	1,653.91	930.22	807.07	997.94	1,205.72
EBITDA	3,235.11	2,292.37	3,449.12	3,846.97	4,029.46
EPS (元)	1.47	0.83	0.72	0.89	1.07

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.18	-43.32	15.38	7.29	10.87
营业利润(%)	-13.31	-48.75	-15.71	23.49	20.77
归属于母公司净利润	-28.39	-43.76	-13.24	23.65	20.82
获利能力					
毛利率(%)	17.66	23.02	20.79	20.46	20.30
净利率(%)	6.58	6.53	4.91	5.66	6.17
ROE(%)	14.29	7.61	6.19	7.11	7.91
ROIC(%)	12.08	7.29	5.83	6.16	9.86
偿债能力					
资产负债率(%)	53.21	56.83	57.35	55.26	54.51
净负债比率(%)	-1.57	31.62	28.39	-30.49	-31.54
流动比率	1.24	1.26	1.23	1.20	1.23
速动比率	0.89	0.77	0.69	0.85	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.43	0.46	0.49	0.51
应收账款周转率	5.29	2.75	2.50	5.00	3.34
应付账款周转率	3.68	1.93	1.84	1.53	1.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	0.83	0.72	0.89	1.07
每股经营现金流(最新)	4.67	1.11	1.55	10.61	1.60
每股净资产(最新摊薄)	10.26	10.85	11.56	12.45	13.52
估值比率					
P/E	13.46	23.92	27.57	22.30	18.46
P/B	1.92	1.82	1.71	1.59	1.46
EV/EBITDA	9.72	13.59	8.89	5.84	5.53

分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7 年主机厂供应链管理+2 年新能源车研究经验，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

屈文敏

中信建投证券电力设备及新能源研究员，2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk